

Oponentský posudek diplomové práce*Marka Frecera***„IRRATIONAL INVESTMENT STRATEGIES AND DECISION MAKING
BIASES OF NOVICE INVESTORS“**

Předložená diplomová práce má 105 stran textu a 8 příloh. Práce je sepsána v anglickém jazyce. Nutno ocenit, že autor je zručný v angličtině a hlavně ve finančních termínech, které jsou často laickovi nebo i většině psychologů zcela nesrozumitelné (IRA, 401k atd.).

Z hlediska teorie investičního rozhodování bych uvítala přehlednější shrnutí tří v současnosti nejuznávanějších teorií – teorie efektivního trhu, teorie moderního portfolia a behaviorální finanční teorie včetně jejich komparace. Například o TMP jsem v práci nenašla ani zmínku. U Nobelovy ceny z roku 2002 by se stálo za to zmínit, že Kahneman ji získal spolu s Vernonem Smithem. I prospektová teorie se vyvíjela, což by stálo za komentář.

Taktéž v textu postrádám uvedení rozdílů mezi trhy cenných papírů v USA, v Západní Evropě a v ČR či na Slovensku. Rozdíly jsou zde totiž velmi významné a přestože lidská mysl má své univerzální zákonitosti, rozdíly v tržním prostředí se projevují i ve zkoumaném chování v rámci této práce. Řada investičních doporučení, která platí pro USA, neplatí pro ČR. Například první doporučení Adamse pramení z amerického právního a daňového systému, který zdaňuje o hodně vyšší sazbou dědictví ze zákona oproti dědictví ze závěti. Vzhledem k tomu, že v českém ani slovenském prostředí není žádný daňový rozdíl mezi dědictvím ze zákona a ze závěti, je toto pravidlo v našich podmínkách zcela bezúčelným. Stejně tak v současné době česká populace velmi málo využívá kreditní karty a dluh, který umožňují – pravidlo 2. I jiná pravidla jsou nepřenosná. Navíc pro českého investora, obchodujícího na globálních trzích, má jak se v posledních letech zdá, daleko větší význam kurzovní rozdíl než pohyb akciových indexů.

Další výhradu mám k tomu, že práce rozebírá investiční strategie na finančních trzích z hlediska malého investora, nicméně zcela opomíjí, že většina těchto investorů se v současnosti nesnaží samostatně investovat, nýbrž si spíše kupují podíly v investičních fondech, které do značné míry eliminují rizika, která autor v práci popisuje. Autor taktéž opomíjí to, že v našich podmínkách je trh kontrolován a regulován Komisí pro cenné papíry a opomíjí například i to, že při podpisu jakékoliv smlouvy o nákupu podílu v investičním fondu je investor ve smlouvě upozorněn vždy na to, že „minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích a není zaručeno, že nedojde ke ztrátě“. Investiční fondy mají také za povinnost zjišťovat profil investora, tedy jeho investiční horizont, akceptaci míry rizika a další charakteristiky, na základě kterých mu pak doporučují portfolio s určitou rizikovostí a výnosností.

Na některých místech se autor uchyluje k přehnaným generalizacím, například při citaci práce Franka z roku 1935. Tato práce se týkala výlučně amerického trhu a před více než 70 lety. Obecně autor poněkud opomíjí skutečnost, že se mění jak trhy, tak i přístup a metody investorů.

Domnívám se, že příklady investičních chyb ve skutečnosti vyžadují vyšší pozornost, zejména z důvodu, že jsou zcela zjevně psychologické povahy. Nejsou uvedeny příklady House money efekt a Snake bite efekt, Endowment effect (vlastnický). U Overestimation se klasicky v literatuře uvádí příklad hedge fondu Long Term Capital Management, který řídili dva laureáti Nobelovy ceny Myron Scholes a Robert Merton. Jejich investiční strategie byla postavena na teorii efektivního trhu. Měli spočteno, že je velmi nepravděpodobné, aby jejich fond ztratil více než 35 milionů USD za den. 21. srpna 1998 ztratili 553 milionů USD.

Z psychologického hlediska bych rozhodně uvítala, kdyby autor uvedl základní paradigma investičního rozhodování, které je prakticky pouze psychologické podstaty. Zkušení investoři mluví o „schopnosti jít proti trhu“, to znamená chovat se opačně, než trh a tuto pozici si umět zdůvodnit a ustát ji. Jde tedy o schopnost odporovat. Částečně se autor této otázky dotkl u popisu davového chování investorů. Domnívám se, že autor mohl zdůraznit i rozdíly v přístupech malého investora, makléře nebo správce velkého investičního fondu. Jejich přístup je velmi odlišný. Mohl by být zmíněn i tzv. magický trojúhelník – riziko, likvidita, výnos. Některé oblasti obchodování s cennými papíry – například technická analýza, jsou z psychologického hlediska velmi zajímavými fenomény a zasloužily by si alespoň zmínku.

Obecně lze však v prospěch autora uvést, že jde o problematiku tak rozsáhlou, že je těžké zvolit ty nejdůležitější zdroje a shrnout jejich podstatu.

O souvislosti názvu práce a jejího obsahu nutno říci, že chyby investičního rozhodování a iracionální rozhodování skutečně nejsou jen záležitostí začínajících investorů a to by se mělo v práci

zdůraznit. Dokonce se jeví, že ani kritérium úspěšnosti a ziskovosti není vždy měřítkem racionality. Domnívám se, že nikde v práci nezazněla primární motivace k investicím na kapitálovém trhu a tou může být hlavně strach a obavy ze stárí bez finančního zajištění, případně strach ze ztráty, která pramení ze spoření do slavníku, případně z absence úspor. Už tento strach vypovídá o tom, že jedinci jsou si prakticky jisti tím, že společnost se o ně nechce ve stárí postarat a nemohou očekávat soucinné a lidské jednání ze strany spoluobčanů. To vypovídá o poměrně velmi pesimistickém pohledu na život, který ovšem bohužel může být do značné míry odpovídající realitě. Domnívám se, že psycholog by si mohl povšimnout i určitého gamblersství, se kterým se při investičním rozhodování můžeme setkat a kterému padají za oběť i někteří makléři.

K metodologii použité v empirické části mám výhradu, že respondenti prvního dotazníku a skupinové úlohy byli prakticky výhradně studenti, kteří nemají žádné úspory a tedy ani z hlediska výběru investiční strategii nemají zkušenosti ani motivaci k investicím. Většina studentů psychologie se nevyzná v ekonomických a finančních pojmech a nepochopení základních principů zde může mít fatální následky. Navíc i motivace je odlišná, když jde o investici vlastních a investici lehce získaných peněz (viz tzv. vlastnický efekt). Případ skupinového zadání investiční úlohy hezky ilustruje chování nezkušeného investora, na druhé straně opomíjí fakt, že většina z respondentů si je své bezradnosti vědoma, je si vědoma i toho, že situaci a rozhodování nemají pod kontrolou a proto raději zvolí v realitě zcela odlišný produkt, který pro ně představuje vyšší míru jistoty (investice do svého vzdělání, do svého bytu, nemovitosti, do spořicího účtu či do zajištěného fondu apod.). Na druhé straně je možné, že v situaci, kdy by podobní respondenti byli zákonem přinuceni investovat část svého příjmu do podílového fondu v rámci spoření na důchod, pak by vykazovali právě ty vlastnosti, které se v experimentu projeví. Nejčastěji investují muži a tomu rozdělení vzorku také neodpovídá. Dále jsou v dotazníku otázky, které jsou vysloveně závislé na znalostech a dále otázky, které se týkají často podílových fondů a nikoliv akcií. Druhý vzorek se již blížil charakteristikám potenciálních investorů, alespoň z hlediska věku a pohlaví.

Seznam zdrojů čítá 37 položek z let 1900 – 2006. K bibliografii nutno říci, že počet ocitovaných zdrojů nespĺňuje požadovaný počet položek, ačkoliv by to zjevně neměl být problém díky počtu publikací na dané téma. Jen Kahneman s Tverským vydali cca stovku publikací. Dále jsou zde formální nedostatky:

- U položky 24 vynecháno Journal.
- U položky 33 není jasné, k čemu se vztahuje text „Causality and Attribution“. Navíc publikace sice vyšla v Cambridge University Press, ale v New Yorku a nikoliv v Cambridge, jak uvedl autor.
- Na straně 21 ocitovanou práci Kahneman Tversky 1972 jsem v seznamu zdrojů nenalezla. Mělo jít zřejmě o Kahneman, D., & Tversky, A., Subjective probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, 1972, 3, 430-454.
- Práce č. 12 byla vydána v jiném roce, v jiném čísle a na jiných stranách. Má jít o Kahneman, D., & Tversky, A., Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 1979, 47, 313-327.
- Autor publikace 14 je v textu ocitován mylně jako Leibenstein.
- Autora pod č. 30 – Jeremy Siegela uvádí mylně jako Henryho.
- Zdroj č. 2 není nikde v textu ocitován.
- Müller-Peters, ocitovaný na straně 9 není uveden v seznamu zdrojů, stejně tak Zeira na s. 14, Payne, s. 22, Weiner (1972), s. 23 a dále, Weinstein (1980), s. 38, Goetzmann and Massa (1999), s. 70

Překlepy a nesprávné výrazy: shot-term na s. 10, má být short-term, s. 22 form, má být from, abovementioned má být above mentioned, decision-making se obvykle píše přes pomlčku, podobně jako price-to-earnings ration. S. 35 - neutral mood lead, má být leads. S. 39 if it lead to holding (má být leads). Na s. 40 je The are opinions (má být they are opinions). S. 75 form, má být from. Centrálním tématem Maslowovy teorie je self-actualization, nikoli self-realization, jak je mylně uvedeno na s. 26., som na s. 25 má být some. S. 28 – chybi on ve spojení “Are based objective factors”. S. 29 - Humans beings má být human beings. S. 72 The purpose of present research is shed some light into – by mělo být spíše The purpose of presented research is to shed light on... (Poznámka: vzhledem k tomu, že jsem částečně při sepisování tohoto posudku vycházela z elektronické verze (Word) a částečně z vytištěné, mohou se čísla stránek mírně odlišovat dle té které verze, neboť nejsou shodné.)

Z hlediska dodržování autorských práv by využití kreslených příběhů Dilberta od Scotta Adamse mělo být jejich vydavatelem povoleno.

Přes všechny výše uvedené poznámky a připomínky se domnívám, že předložená práce je velmi kvalitní, poctivá a obsáhlá. Autor svými slovy, v poměrně velmi kvalitní angličtině, problematiku podrobně zanalyzoval. Oceňuji autorovu odvahu tuto náročnou pro psychologa oblast analyzovat.

Závěr:

Předložená práce je brilantní, poctivá a kvalitní, patří k nadprůměrným. Autor věnuje pozornost oblastí, která u nás není dosud dostatečně zpracována. Přes drobné formální nedostatky práci považuji za jednoznačně vynikající a navrhuji komisi její přijetí.